

# 支配株式譲渡人の責任

長 浜 洋 一

## 一

株式はそれ自体財産権としての性格を有し、その所有者がみずから納得する額の対価を得てこれを処分することができる点においては、一般に、他の財産権となんら異なるところない。通常、株式の価額は、利回り採算を中心とすれば、平均的一般市中金利により配当金額を資本還元したものとなり、または、これに会社の財務状況さらに会社企業の将来の発展性を織込んだものとして形成されるところと考えられている。したがって、このように株価が形成されるかぎりには、株式の対価総額は売買株式の数量と単位株式の価格との相乗に比例し、売買株式の数量が単位株式あたりの価額に影響をおよぼすということはない。しかしながら、株式は、これに付着した議決権の故に、その発行済総数の過半数または相当数量を所有することにより、自己またはその関係者を取締役に選任し、自己の意思を会社の政策決定に反映させるという、いわゆる「支配」の媒体である。このため、会社の支配を欲する者にとっては、その目的を達成するのに必要にして十分な株式の数量である支配的株式数量すなわち支配株式の価額は、単純な株式の単位価額

を同数倍したものの以上のもとなる。したがって、現に会社を支配する株主から支配株式を是非とも譲受けようとする場合においては、会社を支配することの目的に照らして支配または支配可能性をなんらか金銭に評価したものが、単純な単位株価に支配株式数を乗じた額に加算されて対価額の上限を画することになりがちである。逆にいえば、支配株主はその株式を処分するにあたり、その相手方が会社の支配の取得を欲する者であるときは、処分株式が支配的株式数量であるということのために、単純な株価以上のものを対価として要求しかつ受領することができることになる。これは対価および相手方の決定・選択につき当事者に自由が認められる純粹取引法上の問題としておいてよいのか。法的になんらかの規制を加えらるべき要素を含むものであるのか。支配株主は会社を支配できるという地位にあるためになんらの制限もなく、一般株主よりも有利にその株式を譲渡することができるとしたままでよいであろうか。会社の支配を獲得することにとって重要なのは取得すべき株式の数量であって、譲渡株主の個性とはなんらの関係もない。いかなる者が取引の相手方であっても、この者から譲受ける株式の数量が支配を可能にする程度に達すればよい。もちろん、支配株主からただちに充分な数量の株式を譲受けることは、一括の取引という便宜はある。もともと、株式の譲渡は、出資の払戻を禁止されている株式会社制度において、投資家である株主がその投資を回収する唯一の手段および機会である。したがって、各株主は投資回収の手段または機会を奪われまたは不当に制限されてはならないのはいうまでもない。それとともに、むしろ、株式それ自体を原因とする投資回収の有利な機会はずべての株主にその持株数に応じて平等に与えられて然るべきであろう。

本稿においては、アメリカにおいてこの問題について強い興味・関心を惹き起した *Perman v. Feldmann* (1) の紹

介を手初めとして論を進めることとする。

- (1) 219 F. 2d 173 (2d Cir., cert. den'd., 349 U. S. 962 (1955)). 本件および従来の判例ならびに学説については、北沢「アメリカ会社法における支配株式の売却」末延記念英米私法論集(一九六三)、同「支配株式の売却」商事法務研究一三〇号(一九五九)にすぐれた研究がなされており、本稿もこれに負うところが多い。なお、イギリスにおいても、支配株式の有利売却の不当性が論じられている。Gower, *Modern Company Law* 524 (2d ed. 1957); Boyle, *The Sale of Controlling Shares: American Law and The Jenkins Committee*, 13 Int. & Comp. L. Quarterly 185 (1964).

## 二

Feldmann は鋼板生産会社である Newport Steel Corporation (以下 Newport 会社とよぶ)の取締役会議長 (Chairman of the board of directors) でありかつ社長 (president) であったが、その所有する Newport 会社株式数は、家族および友人などの持株数と合算すると、同社の社外株式総数の三七パーセントに達していた。残余の六七パーセントの株式は、数千の株主の間に分布し、店頭市場 (over-the-counter market) において取引されていた。朝鮮戦争中は鉄板がはなはだ不足し、そのため、鉄板供給源を確保しようとする鉄鋼完成品メーカー一六社のシンジケートは、鉄板生産会社の支配獲得を目的として、デラウェア州において Wilport Company (以下 Wilport 会社とよぶ)を設立した。Wilport 会社は Feldmann と交渉し、Newport 会社の社外株式の三七パーセントにあたる前記株式の取得に成功した。その一株あたりの対価は二〇ドルであったが、当時、市場価格は一二ドルを超えた

ことがなく、また、純資産に対する持分価額である帳簿価額 (book value) は一七ドル三セントであった。株式取得による Newport 会社の支配をただちに獲得するため、Wilport 会社は、株主として資格づけられる前に、Feldmann をして彼を含む全取締役の辞任をなさしめ、かつ、Wilport 会社の指図人を後任者に選任せしめた。その後会社は、新経営陣の下で、その製品を市場価格により前記一六社に供給した。

Newport 会社の株主である Perlman は、Feldmann その他の株式譲渡人に対し代表訴訟を提起した。その主張は、Newport 会社の製品の販売先および販売量を決定する力は会社の資産であり、Feldmann 一派が株式の対価として受領した金額の一部は、この力を Wilport 会社に移転することの対価であるということである。訴の趣旨は、この対価部分を会社に代って回復することにあつた。しかし、会社に回復を認めるときは、Wilport 会社が、間接的にはあるが、持株教に応じて株式取得対価の払戻しを受けることになるので、Wilport 会社以外の株主に対して、前記対価部分に対する割合すなわち六三パーセントを直接支払うべきことを求めた。

第一審である連邦地方裁判所は、原告敗訴の判決を下した。その理由は、取締役および支配株主として会社を支配する力は、製品の販売・割当を決定する力を含むが、会社の資産ではなく、支配株式の価値の付加的要素であり、その所有者にとっての利益 (benefit) であつて、支配株主は株式の売却によりこれを換金することができる。さらに、支配株式の売却による Newport 会社の損害——譲受人による会社資産の略取——の発生またはその可能性も立証されず、また、譲渡価額は不公正とはいえないとした。<sup>(三)</sup>

第二審である第二巡回区控訴裁判所は、原判決を取浦し、会社の鉄鋼製品に対する付属的支配力を切離した Feld-

mann の株式の価値を決定すべく事件を原審に差戻した。<sup>(三)</sup>二年後、地方裁判所は、一株一四ドル六七セント（公開市場価格より高値である）と認定し、売却価額との差額総計一、三三九、七七〇ドルおよび売却日からの利息につき Feldmann およびその一派に責任を認めた。<sup>(四)</sup>

控訴裁判所の判決は二対一の多数意見によりなされたが、多数意見を代表する Clark 判事の理由とするところは、かならずしも明瞭なものではない。会社製品を割当てる力を会社の資産であるとする原告 Perlman の主張にふれはしたが、これを受けいれてはいない。むしろ、Feldmann は取締役および支配株主として会社および少数派株主に対して信任関係 (fiduciary relationship) にあるとし、取締役としての信任義務は、会社の有形財産に対し適切な配慮をなすことだけでなく、会社に不利益をおよぼす恐れのある取引において会社の利益のみのために潔白な業務判断を尽すことも含む。同一の原則は、多数派株主としての信任義務についても適用される。けだし、多数派株主はその資格において取締役を選任しかつ支配するからである。この信任義務のために、Feldmann その他は、その株式の売却による会社に対する損害発生への恐れがないことの举证責任を負うが、その証明があったとはいえない。けだし、Newport 会社には、販売価格を引き上げなくとも、製品に対する高度の需要により利益をあげる方法があったからである。第一に、鉄鋼の供給不足時においては、Newport 会社は将来の製品の供給の確約に対して前渡金の支払を要求できたし、事実、かつて同様な市況においてこの資金調達方式を用いている。Feldmann の発案になるこの方式は鉄鋼業界において Feldmann プランとして知られ、これに倣うものがあったこと、ならびに、第二に、Newport 会社は、鋼材供給が豊かになったときに有利に競争できる地域内で得意先を獲得するため、供給不足期を利用できた

はずであるということ、理由としている。しかし、責任の基礎は、株式売却価額の公正価額との差額は、本件の事実関係において、会社製品に対するプレミアムであるという点に求めたようである。すなわち、「会社の製品を求めるのになんらかの形で多額なプレミアムを要する供給不足の市況期においては、信任義務者はこのプレミアムに相当する価額を私してはならないというのが正しい法である」と、我々は考える」としている。<sup>(五)</sup>

以上の多数意見に対して、*Swan* 判事は第一審判決を支持する少数意見を述べた。それによると、会社の経営を支配する力すなわち会社業務を執行する取締役を選任する力は、株式の過半数またはそれ以下であっても選任を制するに足りる株式数の所有に不可分に付随するものであって、支配株主は、会社資産の略取に加担することとなると、すなわち、株式譲受人が会社資産を略取しようとすることを知りまたは知るべかりし事情があるときを除き、その決定する価額で株式を売却することができる。そして、「*Feldmann* が株主としてその支配する株式を売却してはならない信任義務を負う旨の立証はなされなかった」としている。<sup>(六)</sup>

- (一) 129 F. Supp. 162, 185 (D. Conn. 1952).
- (三) 219 F. 2d 173 (2d Cir.), cert. den'd., 349 U. S. 952 (1955).
- (四) 154 F. Supp. 436 (D. Conn. 1957).
- (五) 219 F. 2d at 178.
- (六) *Id.* at 179.

支配株主が交替した場合において、一般株主に対する支配株式譲渡人の責任は、Feldmann 事件における少数意見のように、後に述べる事情がないかぎり、認められないとするのが、アメリカにおいても、一般的に容認された原則である。すなわち、「株式は株主の財産であり、株主はその株式を自己の欲する時期と相手方にかつ取得できる価額により売却することができ、（取引所内外においてブローカーを通じて大量売買における一般慣行のように）株主が身元、誠実さおよび支払能力も知らない買手に売却でき、このような売付により支払われた買付代金は売手に帰属し、ならびに、たとえ株主が株式の過半数を所有する場合および売手が共同して株式の過半数を所有しかつ売却するグループである場合においても、これらの売却およびこれにともなう権利は存するという確立した原理は、われわれの法により形成された株式会社性格に固有なものである」とされる。<sup>(七)</sup>

しかしながら、株式の譲渡が、いかなる事情の下においても、まったく自由に認められまたは認めらるべきであるというわけではない。一定数量の議決権株式の移転は支配力の移転を意味する。この支配力の移転の事情が、支配株式譲渡の責任追及を可能とする。

地位の売却 (sale of office) の理論 アメリカにおいては、会社制定法は、取締役の欠員の補充方法を規定している。取締役の欠員は、基本定款 (articles or certificate of incorporation) または付属定款 (bylaws) に別段の定めがないかぎり、取締役会——たとえ欠員のため定数を欠く場合であっても——の決議によりそれを補充することが

できるとするのが一般である。<sup>(八)</sup> また、通常、会社業務の具体的単独の執行権者である役員 (Officer) の選任および解任は、原則的にもしくは基本定款の定めにより取締役会の権限とされている。<sup>(九)</sup> そこで、取締役・役員がその所有する株式を譲渡するにあたって、株式譲受人に会社の支配をただちに可能ならしめるために、取締役・役員たる地位を辞任し、さらに、譲受人の指名する者を後任者として選任せしめることがある。この場合に、取締役・役員が辞任および後任者の選任を約することにより特別の対価を受けることは、取締役・役員が会社に対して負う信任義務 (fiduciary duty) の違反であり、この対価部分を地位の売却によるものとして会社または他の株主に帰属せしめる法理が、地位の売却の法理である。しかし、この法理を採る裁判所も、「会社の支配から生ずる利点は支配株式に支払われる価額を他の株式に支払われる価額より大としようし、」また、「支配株式譲渡人が譲受人への支配の移転を促進するため、取締役を辞任しかつその影響力を利力して取締役会の過半の辞任をなさしめることは適法である」<sup>(一〇)</sup>ことを認めている。したがって、取締役が辞任することを約しながらも、支配株式の譲渡により過大な価額の対価を受領するという事実も、必然的に「地位の売却」となるものではない。取締役・役員の株式に対し支払われた過大な対価が、取締役・役員の地位の提供に直接起因するものでなければならぬ。地位の売却がなされたとするためには、被告の取締役・役員たることの辞任に対し別途に対価が支払われたこと、<sup>(一一)</sup>または、被告の株式に対し支払われた過大な対価が、実は、取締役会の支配を譲受人に移転することのために支払われたものであることを立証しなければならない。<sup>(一二)</sup>したがって、地位の売却の理論を純粹に貫くときは、支配株式が譲渡され、それにもなつて取締役・役員の地位が移転するならば、一般株主による責任追及はなほだ困難となる。



会社財産の略取 (looting) への加担理論 投資会社 (investment company) の場合にしばしば生じたことであるが、投資会社株式の市場価額または資産としての投資証券に対する持分価額以上の価額により投資会社の支配株式の譲渡がなされ、その際の契約条件として、譲渡人が取締役・役員を辞任しならびに譲受人およびその指名する者を取締役・役員に選任する。譲受人は、その取得した支配的地位を利用して、投資証券を売却しその対価を自己の用に供する。すなわち、会社財産を略取するにあたり、一般株主の干渉を予防するため、譲受人・略取者は支配株式の取得を欲するのであり、支配株式の譲渡人は、譲受人の略取の意図を知りまたは知り得べきときは、この略取に加担することになるとするものである。<sup>(三)</sup>したがって、略取加担事件においては、会社の受けた損害について本来責任を負うべき者は、取得した支配的地位を濫用して会社に損害を加えた支配株式譲受人である。この者の賠償責任を実際に追及・実現できるかぎり、譲渡人の責任追及は現実化しないはずである。譲渡人は、譲受人の略取の企図・意思を認識しながらまたは認識すべかりしにもかかわらず、支配株式の譲渡によって略取を便宜・可能ならしめたことを理由として責任を問われる。したがって、その責任の基礎は、支配を有する者は譲渡による支配取得者が会社を害するおそれのあるときは、支配を移転してはならない義務を負うということにあるが、譲受人の責任は一次的 (primary) であり、譲渡人の責任は二次的 (secondary) の関係にある。また、譲渡人の責任には譲受人の略取行為による会社の損害が前提となるのであるから、この会社損害は譲渡人にとつての帰責損害 (imputed harm) である。

会社の取引 (corporate action or transaction) 理論 大株主である取締役・役員が会社の重要な資産の譲渡の交渉を受けたが、これを取締役会および株主総会に提案せず、これにかわって、株主総会で承認を得るに必要な株式数

を相手方に与えるため、すでに自己の所有する株式および新たに他の株主より株式を譲り受け、これを相手方に譲渡して、資産の譲受を完成させる。この場合においては、たとえ資産の譲渡価額が譲渡会社にとって妥当なものであっても、譲受会社は資産の譲受に株式の有償取得を必要とした。すなわち、資産取得費用には株式取得価額が含まれるのであって、譲渡会社の側からすれば、資産譲渡価額はより有利にすることができたはずである。経営を担当する者は、その地位を利用して自己の個人的利益をはかつてはならない。株式の譲渡も、その実体においては、会社資産の売却対価の一部を自己のものとするためであり、したがって、株式譲渡による利益は会社または他の株主に計算すべきものとされる。<sup>(一四)</sup>ところで、Feldmann 事件においては、Wilport 会社は Newport 会社の支配を取得しようとし、営業の譲渡または吸収合併などを意図していたわけではない。したがって、会社取引の理論はそのままでは適用することはできない。しかし、後述の会社製品に対する偽装プレミアム理論における同じように、会社の取引理論においても、その根底には、本来会社が取得できる利益は特定の者がこれを独占すべきではなく、すべての株主がこれを享受すべきであるのと考えがあるのであろう。

会社製品に対する偽装プレミアム理論 以上のいずれの判例理論も、支配株式の譲渡そのものについて譲渡人の責任追究には不適當である。Feldmann 事件における控訴裁判所の多数意見は、いずれの理論とも異なる理論を示唆している。すなわち、すでに述べたように、<sup>(一五)</sup>会社の製品を求めるのになんらかの形で多額なプレミアムを要する供給不足の市況期においては、信任義務者はこのプレミアムに相当する価額を私してはならないことである。Feldmann 事件においては、Wilport 会社が Feldmann に支払った支払株式対価のプレミアム部分は、その実体におい

て、会社の製品である鉄鋼に対するプレミアムであるとするこゝたはいいわれないことではない。鉄鋼需要者が鉄鋼価額をせり上げるこゝたによつて需要を満足するこゝたができたかとなると疑問があるが、必要とする鉄鋼供給を確保するための株式取得において譲渡価額が高騰するのは、鉄鋼需要の反映とみられるからである。そして、プレミアムを得てする支配株式の譲渡が譲渡人にとつての帰責損害である会社の損害をもたらすか否かの問題を別として、裁判所がプレミアムの取得を非難した根底には、会社製品に対する高度の需要から生ずる利益の享受には株主は平等に参加すべきであるという考えがあるように思える。<sup>二六</sup>

Feldmann 事件は、支配株式の譲渡人の責任について従来の判例理論を離れて新理論を示唆したが、学説においても、従来また Feldmann 事件を契機として、この問題を肯定的に検討しているものが現われている。

会社資産 (corporate asset) 理論 この理論は、株式の市場価額または投資価額を超えるプレミアムの支払を要しても支配株式を譲受けようとする者は、株式自体よりそれにとりなう支配力の取得を目的とするのであり、事実上、支配の地位はその所有者にとつて価値を有するが、この価値は衡平法上他の者に帰属する財産を支配できるこゝたから生ずるこゝたに基礎をおく。支配株式譲渡人の責任追及には会社の損害発生を要件に加えるが、プレミアムを得てする支配株式の譲渡行為が会社に対する加害行為であり、譲渡自体が会社の損害であるとして、損害発生またはその可能性の立証を問題の圏外においてしまふ。理由は、支配力は会社の資産であり、支配力に対する支払は会社<sup>二七</sup>に帰属すべきであるとするものである。すなわち、会社の業務・政策の決定を左右する支配力は会社のためにのみ行使さるべきであり、したがつて、支配力が個人的利益のために行使されまたは売却されるときは、会社に対する信任

義務の違反となる。これによって獲得される利益または投資額を超える額につき責任が追及されることになる。しながら、会社資産を文字通りの資産と解するならば、会社が支配の対価であるプレミアムを譲渡人より回復した後においては、支配の譲受人はこれを自己の資産として自由に処分することができることにもなろうか。会社資産は比喩的表現であるのは、論をまつまい。しかし、それだけに意味が不明瞭となる。

予防的政策論 支配株式のプレミアム付譲渡は、その他の株式の売却価額がこれに比して低額であることを意味し、相対的にはあるが一般株主の不利益において支配株主が利益を収める。しかも、支配株主の交替は会社の経営方針に関する変更ともなうが、このことは株主にとって重大な利害を有するものである。この二効果は、いずれをとってみても一般株主に好ましいものではなく、しかも後者は前者に付随する。これらを防止するため、会社の経営方針に加えられるかも知れない変更が通常のものであることを前提として、一般の株式の売買価額としての「公正価額 (fair value)」を超えるすなわちプレミアムを付した価額で支配株式が譲渡されるときは、同一価額で一般株主に對して株式を譲受けるべき申込がなされないかぎり、支配株式譲渡人は、このプレミアムを会社に提供すべきであると主張される。<sup>(二八)</sup>すなわち、予防的政策論である。

権限濫用 (abuse of power) 理論 支配株式譲渡人の責任を理論づける試みは、権限濫用理論に一つの形をとる。すなわち、地位の売却理論および会社の取引理論に共通するものは支配所有者による権限の濫用である。会社の権限構造からすると会社の経営は取締役会および役員の専権事項となされているが、支配株主は、事実上、支配力を通して直接または間接に会社経営に関与する。支配株式はその所有者に支配力を与えるのであるから特別の価値を有する

ことになる。取締役・役員が、株式の売却その他を装って、その地位すなわち支配を売却するときは、取締役・役員は、オフィシャルな地位の濫用の結果として、個人的利益を得るといわれる。しかし、現在利用できる資料に基づき株式から期待される将来の見積り収益の資本還元額である「投資価値 (investment value)」または「固有价值 (intrinsic value)」を超える価額により、究極的支配力の所有者すなわち多数株主が株式自体を売却するときは、この株主もその株式所有にともなう支配力を濫用する。支配株主は、会社および他の株主のための信託において有する権限を、自己の利益のために利用するものであると主張される<sup>一七</sup>。

ところで、支配式譲渡人の私的利益の不当性を咎めて、利益を全株主に均霑させようとする濫用理論は、支配株主の行為に重点をおく。これに反して、株式の売買において株主の要する権利または保護さるべき利益を直接にとりあげて、この観点からの主張がみられる。すなわち、機会平等の理論である。

機会平等 (equal opportunity) の理論 株式会社組織の特徴は所有と経営の分離にある。会社企業の経営・業務執行が当該機関の専権事項とされるのは、権限構造または機関構造であり、企業活動による利益の享有は株式所有を通して組織的な形を与えられる。会社の企業活動・取引は会社の業務執行者により会社の名において行われ、法的には株主個人とはなんらの関係もないとされるが、この分離は形式的なものである。株式は株主に各種の権利を与える株主たる地位ではあるが、株式自体の財産権的内容は会社の業務により影響される。また、会社業務の執行に対する直接の支配は通常の株式売買取引によって左右されないが、究極的支配は株式所有にもとづく。これらの実質関係は正確に把握されなければならない。会社業務と株式との実質的相関関係は重視さるべく、株式会社<sup>一八</sup>の独立法人格は、

機能的には、企業活動と株式取引の相互作用の焦点である。そして、この相互作用が、Feldmann 事件におけるように、会社製品に対するプレミアムが株式に対するプレミアムという形をとることを可能とする。そして、株主はその株式の譲渡により投資の利益を得ることができるのは、会社の利益に対する株主の参加の一態様である。したがって、会社業務との関連において生ずる有利な株式売却の機会はずべての株主に保障されなければならない。つまり、支配株主が有利な条件でその株式を売却するときは、他の株主はその株式または割合に応じた株式数を実質的に同一の条件で売却する平等の機会を与えられる権利を有する。支配株主の義務の側から表言すれば、支配株主は、その株式を第三者に売却する前に、他の株主に、その株式または支配株主が最終的に売却する株式の割合と同じ割合の株式を売却する平等な機会を確保しなければならないと主張される<sup>(10)</sup>。

(十) *Gerdes v. Reynolds*, 28 N. Y. S. 2d 622, 649 (Sup. Ct. 1941).

(八) たとえば *Cal. Corp. Code* § 803; *Del. Code Tit. 8, § 223*; *N. Y. Bus. Corp. Law* § 705 (a). *Id.* *Ill. Bus. Corp. Act* § 36. 同様に、取締役の欠員は、株主総会によって補充選任されなければならない。

(九) たとえば、前者のタイプについては *Cal. Corp. Code* § 821; *Ill. Bus. Corp. Act* § 43; *N. Y. Bus. Corp. Law* § 715 (a) and (b). 後者のタイプについては *Del. Code Tit. 8, § 142 (a)*. なお、役員の意味、性格および種類については、長浜「取締役・業務執行者の報酬」アメリカと日本の会社法九〇頁(一九六五)以下、および、長浜「業務執行：取締役会、執行委員会および役員ならびに経営委任契約(2)」海外商事法務五八号(一九六七)参照。

(一〇) *Benson v. Braun*, 155 N. Y. S. 2d 622, 625 (1956).

(一一) *Bosworth v. Allen*, 168 N. Y. 157, 61 N. E. 163 (1901).

- (111) Porter v. Healy, 244 Pa. 427, 91 A. 428 (1914).
- (112) 敬請を賜ふべしハットトヤ相預額をもち会社の致した損害をいふ。株主譲渡人は責任あることなるべし。Bosworth v. Allen, 168 N. Y. 157, 61 N. E. 163 (1901); Gerdes v. Reynolds, 28 N. Y. S. 2d 622 (Sup. Ct. 1941). 会社の致した損害をいふことなるべし。株主譲渡は責任あることなるべし。Insuranshares Corp. of Delaware v. Northern Fiscal Corp., 35 F. Supp. 22 (D. Pa. 1940).
- (113) Commonwealth Title Ins. & Trust Co. v. Selzer, 227 Pa. 410, 76 A. 77 (1910); Dunnett v. Arn, 71 F. 2d 912 (10th Cir. 1934).
- (114) 前決三十一頁。
- (115) Andrews, The Stockholder's Right to Equal Opportunity in the Sale of Shares, 78 Harv. L. Rev. 505, 514 (1965).
- (116) Berle and Means, The Modern Corporation and Private Property 243-44 (1932).
- (117) Leech, Transactions in Corporate Control, 104 U. Pa. L. Rev. 809-20, 837-39 (1956).
- (118) Jennings, Trading in Corporate Control, 44 Calif. L. Rev. 1, 31, 39 (1956).
- (119) Andrews, supra note 16, at 515-17, 538-45.

## 四

支配株式の有利売却が一般株主の側から非難され、咎められてしかるべき実際の理由は、支配株式譲渡の事実上の効果とプレミアムの性格にある。支配株式の譲受人は、その取得した支配力によって、その意思を会社の経営に反映

させることができる。または、自己の意思を会社の経営に反映させるために、当該会社の支配株式を取得する。このことは、形式的には株式の譲渡ではあるが、実質的には営業譲渡と同一の効果をもつ。または、株式譲受により支配を取得する者が会社である場合においては、支配取得者にとって有利な条件による合併とも同一である。事実的にもせよこのような効果をもつ支配株式の譲渡は、一般株主または会社の側からみるときは、適式の手続による営業譲渡または合併によれば得られたかもしれない有利な条件の喪失を意味する。適式の手続によれば、営業譲渡・合併には株主総会の特別決議による承認が必要であり、これに反対の株主にはその利益を保護するため株式買取請求権 (praisal right) が与えられている。<sup>(11)</sup> 株式買取請求権はともかくとして、営業譲渡または合併手続は、その成果に全株主をその持株数に応じて平等に自動的に参加せしめる。支配株式の譲渡と営業譲渡または合併の間には、機能的な類似があるものの、重大な差異がある。すなわち、譲受人が支配株式のみを買受けるならば、その他の株主はいかなる条件についても同意を与えまたは同意を留保する機会を有しないということである。この差異は、支配株式の譲渡の場合における少数派株主または一般株主の保護を不要としているものではなく、むしろ、その保護の必要性を強調するものにはかならない。<sup>(12)</sup> しかも、支配株式の対価のプレミアム部分は、譲受人に営業譲渡または合併と同一の効果を与えることすなわち支配移転の対価と考えられるものである。もっとも、この額は、株式の総数を取得しようとするときにも支払われるとはかならずしも期待できない。また、支配株式の対価総額は、営業譲渡の対価額より少なく、または、合併の条件を含めた費用よりは経済的に軽いであろう。また、そうであるからこそ、譲受人は、手続において煩瑣である営業譲渡または合併によらず、支配株式の取得を欲するといえる。



ところで、支配株主がなんらかの理由により支配株主としての会社経営に対する関心を失い、たんなる投資家株主としての性格を強めたため、プレミアム付売却を有利なものと判断するにいたった場合に、支配株式の譲渡がなされることが多いと考えられよう。このような場合に、支配株式を取得して積極的に経営に注意をむける有能な経営者への交替は、会社または一般株主にとって望ましいことはいうまでもない。そこで、一般株主には利用できない有利な条件による支配株式の売却を非難し、すべての株主に対して同一の条件による一般的買付申込をなすべきことを主張する見解は、支配株式の売却をめぐる不正をなくすることができるにしても、会社または一般株主にとって有利な経営者交替を阻止し、かえって少数派株主に不利になることもある。したがって、支配株式譲渡人の責任は会社損害の発生を要件とすべきであると主張される。<sup>(二二)</sup>しかし、これに対しては、支配株式の譲渡による支配の移転が会社または一般株主に有利になることがあっても、会社の将来に賭けることが、支配株式の譲渡人の一方的決定によって定まり他の株主はこの賭についてなんらの決定もなしえないという事実を見逃してはならないといえよう。<sup>(二四)</sup>有利な株式売却の条件が、特定の株主だけでなく、すべての株主に平等にまたは按分比例的に利用できる方法としては、株式の取得を欲する者にテンダー・オフファーをなさしめればよい。すなわち、買付けようとする価額および株式数を示し、かつ、すべての株主に対し、この価額で売却しようとするときは株式を提供することを勧誘する。買付けようとする株式数以上の株式が提供されるときは、各提供株主から按分比例して買付ける。テンダー・オフファーは、公衆から株式を買付けようとするときに広く利用されてきたものではあるが、買付申込に対しすべての株主が平等の条件で参加する機会を与えられることの保障機能をもつと考えられている。<sup>(二五)(二六)</sup>

(二一) じぎの点を除けば、我國とアメリカ各州との間に大差はない。日商二四五条なり二四五条の四、三四三条、四〇八条なり二四〇八条の三。Cf. Cal. Corp. Code §§ 3901, 4107, 4123, 4300; Del. Code Tit. 8, §§ 251, 262, 271; Ill. Bus. Corp. Act §§ 63, 64, 70, 72, 73; N. Y. Bus. Corp. Law §§ 903, 909, 910. また、營業の譲渡の場合には株式買取請求權を制定法上認めつつある州（たとえば、カリフォルニア州、デラウェア州等）、また、通常の業務過程における (in the usual and regular course of business) 譲渡はたとえ全資産をいつてあつても取締役会の決議のみでなすことができる州（たとえば Ill. Bus. Corp. Act § 71; N. Y. Bus. Corp. Law § 909 (a).）がかなりある。

(一二) Andrews, *supra* note 16, at 520.

(一三) Hill, The Sale of Controlling Shares, 70 Harv. L. Rev. 986, 1021-22, 1038-39 (1957); Katz, The Sale of Corporate Control, 38 Chicago Bar Record 376, 379-80 (1957).

(一四) Leech, *supra* note 18, at 838.

(一五) New York Stock Exchange Company Manual A-179.

(一六) もっとも、テNDER・OFFER自体にもさまざまな問題があるが、この点については、神崎「テNDER・OFFERとその規制」商事法務研究四二七号・四二八号（一九六七）、「証券市場をめぐる資本自由化対策について（II）——テNDER・OFFERとその規制——」インベストメント二巻三号（一九六八）参照。また、最近テNDER・OFFERに関してアメリカの連邦法が制定されたが、これについては、「テNDER・OFFERに関するアメリカ制定法の成立」商事法務研究四六四号（一九六八）参照。

## 五

株主平等の原則とは、株主たる資格にもとづく法律関係において株主はその所有する株式数に応じて平等に取扱われるべしとの原則であるが、これはおよそ団体における正義・衡平の理念の株式会社制度における顕現である。株式会社においては、株主の非個性化、株主数の多数であることによる人的紐帯または現実的信頼関係の喪失により、大株主による多数決の濫用、経営管理者の業務執行における恣意・不公正をもたらしやすい。そのため、これを一般株主の利益保護のために防止する機能をもつものとして、株主平等の原則が認められる。しかし、株主の会社への参加関係は資本的であるために、平等待遇の標準は各株主の有する株式数に求められている。いいかえれば、株主平等の基礎として株式そのものが平等に取扱われるのであって、株式平等の原則が実体である。現行商法上、株主平等の原則は、議決権（二四一Ⅰ）、利益または利息の配当（二九三）、株式配当（二九三ノ二三、Ⅳ）、新株引受権の付与（二八〇ノ四Ⅰ）、準備金の資本組入による新株発行（二九三ノ三Ⅱ）、株式の併合（三七九Ⅰ）、残余財産の分配（四二五）などの規定に表現されまたはその前提されている。<sup>二七</sup>そして、このような表現規定がない場合においても、特に例外を認めるとき（たとえば、数種の株式（二二二）、無議決権株式（二四二）、転換株式（二二二ノ二以下）など）を除き、会社と株主との法律関係が問題となるときは、すべて株主平等の原則が適用される。

ところで、株主平等の原則が本来正義・衡平の理念から出たものであるかぎりにおいて、株主がその株式に関して平等を保障すべきことは、株主たる地位にもとづく対会社関係に限定さるべきではない。株式会社においては、会

社の責任はその財産に限定されるため、株主の出資の払戻しは禁止されて、人的会社において認められる退社の制度はない。そのかわりに、株式の譲渡性が認められて、出資＝投資の回収は株式の譲渡によって実現される。しかし、株式の譲渡はたんなる投資の回収にとどまらない。株主は、その出資による株主たる地位にもとずく抽象的な利益配当請求権から発生する具体的な配当金支払請求権そして配当金の受領という利益を受けるが、さらに、出資額または株式取得原価を上回る売却対価を得て、差益を利得することができる。この売却利益は、株式会社企業の内容の向上または再評価——たとえそれが見込にすぎなくとも——によるものであって、業務内容と無縁なものではない。むしろ、利益配当同様に、株主たることによって得ることのできる利益である<sup>(三八)</sup>。したがって、この点において株主は平等に機会を有しかつそれを保障さるべきであり、少くなくともこれは保護に価する利益である。投資の回収にとっての有利・不利は一部の者に負担さるべきではない。会社による自己株式取得の原則的禁止を定める商法二一〇条の立法趣旨に、会社内部の情報にくだしい取締投が会社の計算で株式を取得し、株価が下れば会社に負担させ、株価が上れば利益を自己のものとする弊害<sup>(三九)</sup>、ならびに、会社が株価が下落した場合に自己株式を買占め、その後配当を増加して株価の昂騰をまち売却して利益を得る弊害<sup>(四〇)</sup>が数えられているが、この趣旨の立法も、上述の株主の利益の保証をはかるものといえよう。また、証券取引における会社内部情報の不当利用を防止しようとする証券取引法一八九条の規定<sup>(四一)</sup>も同じである。

もとより、株主と会社との法律関係を規律する原則として確立している株主平等の原則は、それ自体、株式の売却における平等の機会を包摂するものではない。しかし、上述のように、利益配当において株主が平等待遇を受くべき

ことが重要であると同様に、株主がその株式の売却においても会社の業務に関連する有利な機会は平等に保障されるべきことも重要である。支配株式の譲渡による支配力の移転は、会社の業務に関する支配の移転なのであって、この際に支払われるプレミアムは、支配を取得しようとする者にとってこの額を支払ってもなおかつ会社企業が魅力あるものであることの証拠である。支配力は特定株主の有する株式にかぎらず、その取得する株式が一定数量に達することによって獲得される。したがって、プレミアム付の有利な売却の機会は全株主に均霑されてしかるべきであり、株式売却における平等の機会は各株主の保護に価する利益である。そして、支配株式の譲渡も株主の財産権としての株式の処分であるが、他の株主に利用できない有利な条件によってなされることによって他の株主の利益の侵害となる。不法行為に関する民法七〇九条の解釈として、権利侵害を違法性におきかえ、被侵害利益が保護に価するものであるときは、侵害行為の不法性のいかに問わず、違法性があるとされる。<sup>(三三)</sup>さらに、不法行為の成立には、この場合には支配株式の譲渡と他の株主の利益侵害との間の因果関係の認識につき故意または過失が加害者たる支配株式譲渡人にあることが必要であるが、売却条件が他の株主に利用できない有利なものであるとの認識により容易に過失は認定できよう。他の株主にも有利な株式売却の機会を利用させないかぎり、有利な条件で支配株式を譲渡した者は、プレミアムを一般株主とともにその持株数に按分比例して配分すべきこととなる。すなわち、一般株主はその配分を受くべき額につき、支配株式譲渡人の不法行為責任を追及することができる。もっとも、支配株式の有利売却といっても、その有利さが特にまたはいちじるしい場合にかぎられる。けだし、譲受人の側からすれば、支配株式の譲受には多数の株式の同時・一括譲受という利点があり、プレミアムがこの便宜性の対価とみられる程度のことがあるとともに、

一般株主の被侵害利益の点からすれば、プレミアムがあまり高額でないときは、配分を受くべき額がすこぶる少額すなわち侵害といえぬほどになるからである。

(二六) 鈴木「株主平等の原則」法学協会雑誌四八巻三号（一九三〇）参照。

(二七) この点について、八木「株主平等の原則と固有权」株式会社法講座二巻四二九頁（一九五六）、同 株式会社財団論三五五頁（一九六三）は、これらの規定にみられる株式の均等性は、沿革的には衡平の理念の発現たる株主平等の原則により成熟したものであるが、現在では資本調達の要請に適合して、株式会社の本質的制度として株式の固有の内容をなし、株主平等の原則の適用の結果ではなくむしろその基礎となっているとされる。

(二八) Andrews, *supra* note 16, at 539-40.

(二九) 鴻・佐藤「自己株式の取得の制限」アメリカと日本の会社法八四頁（一九六五）。

(三〇) 鴻 商法研究ノート一―一二頁（一九六五）。

(三一) 本規定はアメリカの Securities Exchange Act § 16 (b) に由来するが、これらについては、松元「証券取引法第一八九条の研究」一橋論叢三九巻六号（一九五八）、三木「株式市場取引におけるインサイダーとアウトサイダー」インベストメント一八巻七号（一九六五）、神崎「会社機密関係者の証券取引の規制」民商法雑誌五七巻四号、五号、五八巻五号（一九六八）、長浜「会社内部関係者の株式取引における責任」早稲田法学会誌一二巻（一九六一）参照。

(三二) 加藤 不法行為一〇六頁、一二六頁、一三四頁（一九五七）、同 注釈民法(9)三三頁（一九六五）。

(三三) たとえば、前出三二三頁参照。